下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

如何理解使用 5500 亿元债务结存限额的影响

吴棋滢

SAC 执证号：
S0260519080003
SFC CE.no: BQN213
021-38003588
wuqiying@gf.com.cn

[1]**9 月 28 日国常会提出推出一批务实管用的增量政策，其中会议具体提到的“综合运用并适时调整货币政策工具”，“增加科技创新和技术改造、支农支小等再贷款额度”，“研究出台稳定房地产市场…等政策措施”在“929”系列政策中已经落地；10 月 9 日财政部宣布“安排使用 5500 亿元地方政府债务结存限额”是对国常会“用好地方政府债务结存限额”部署的进一步落实。**

[2]财政部安排使用地方政府债务结存限额 5500 亿元，用于提高县区一般公共预算保障能力和支持地方扩大有效投资。下达地方的 5500 亿元地方政府债务结存限额中，一般债务结存限额 3000 亿元，全部分配县区使用，专门用于提高县区一般公共预算保障能力；专项债务结存限额 2500 亿元，分配给今年第四季度有实际项目资金需求的地区，并向经济大省倾斜，支持优先保障在建项目资金需求，新建项目聚焦“六张网”建设等重点领域，有效发挥政府投资带动作用。

什么是地方债结存限额？地方债务限额是我国对地方政府法定债务实行限额管理的一项制度，由国务院报全国人民代表大会或其常务委员会批准。“结存限额”是地方政府债务限额中尚未被实际债务余额占用的部分，简单理解就是剩余的可以使用的债务空间。它是一个动态数，是到期债务被偿还或过往额度未被完全使用所释放出来的空间。近年来“地方债结存限额”这一财政增量工具被多次使用（表 1），一则使用地方债结存限额，流程相对简单灵活，不涉及赤字调整，无需通过人大常委会审批；二则 2022 年以来，往往是下半年面临化债清欠、稳增长诉求等因素叠加，地方财政需要去适度补充增量财力。本次 5500 亿元空间使用后，今年末地方债结存限额预计还剩 6000 亿元。

[3]2022 年盘活 5029 亿元专项债结存限额，主要用于支持重大项目建设、形成实物工作量。

[4]2023 年通过特殊再融资债使用约 1.39 万亿元限额空间，重点缓释高风险地区偿债压力、推进存量债务化解。[5]2024 年安排 4000 亿元结存限额，主要用于补充地方综合财力、化解存量政府投资项目债务和清偿拖欠企业账款。

[6]2025 年盘活 5000 亿元，其中约 3000 亿元用于补充地方财力和化解存量债务、2000 亿元用于支持经济大省的项目建设。

[7]本次 5500 亿元盘活后，今年末地方债结存限额预计还剩 6000 亿元左右，其中一般债 2500 亿元左右，专项债 3500 亿元左右，理论上可供明年继

---

1 https://www2.xinhuanet.com/politics/20260928/50bcc2ca66934feeabf4d1a9e1af9aa8/c.html
2 https://zwgls.mof.gov.cn/gzdt/202610/t20261009_4002433.htm
3 最早于 2022 年 8 月国常会提出（https://www.gov.cn/xinwen/2022-08/24/content_5706689.htm）：“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕”；2022 年 9 月国常会进一步展开（https://www.gov.cn/xinwen/2022-09/08/content_5709067.htm）：“依法盘活地方 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额，70%各地留用，30%中央财政统筹分配并向成熟项目多的地区倾斜。各地要在 10 月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。”
4 “中央财政给予必要政策支持，在地方政府债务限额空间内，安排一定规模再融资政府债券，支持地方特别是高风险地区缓释到期债务集中偿还压力，降低利息支出负担”（https://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengshuju/202407/t20240701_3938460.htm）
5 “中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4000 亿元，补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款”（https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202410/t20241012_3945410.htm）
6 “地方政府债务结存限额中安排了 5000 亿元，用于补充地方政府综合财力和扩大有效投资。其中，新增了 2000 亿元专项债券额度，专门用于支持部分省份投资建设。”（https://finance.people.com.cn/n1/2025/1031/c1004-40594011.html）“今年的 5000 亿元除用于补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务，消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，精准支持扩大有效投资，更好发挥经济大省挑大梁的作用。”（https://www.cnfin.com/zs-lb/detail/20251017/4319250_1.html）
7 截至 2025 年末，一般债存量限额为 18.0689 万亿元，余额为 17.5124 万亿元（https://yss.mof.gov.cn/2025zyjs/202607/t20260715_3993585.htm），故一般债结存

下载日志已记录，仅供内部参考

续使用。

本次增量政策与过去有何不同？历年对比，今年的结存限额使用安排与去年较为接近，均在 10 月落地、规模接近；均是一部分用于补充财力，一部分用于经济大省项目建设。和去年区别，一是今年使用 3000 亿元直达县区，专门用于提高县区财力，较去年的“补充地方财力和化解存量债务”更加专注于基层保障。这反映了尽管年内财政收入强于支出，但区县财政压力或仍然较大；区县财力紧张叠加土地财政收入下行，或许是今年地方财政支出较弱的原因之一。区别二是今年明确支持“六张网”等重点领域，与 9 月底宣布的 PSL 支持范围拓展至“六张网”建设属于一脉相承的政策组合，反映了当下“六张网”建设是国内稳投资的重要抓手。

如上文所述，2022 年使用结存限额主要用于建设，以新增专项债为主；2023-2024 年使用结存限额主要用于化债、清欠款和补充财力，发行特殊再融资一般债和特殊再融资专项债。与本次政策均有差异。

和今年最接近的是去年 10 月动用的 5000 亿元地方债结存限额（本次 5500 亿元），其中 3000 亿元用于补充地方财力和化解存量债务，发行形式以特殊再融资一般债为主、特殊再融资专项债为辅（本次同为 3000 亿元，全部分配县区用于保障财力）；2000 亿元用于经济大省项目建设，发行形式为新增专项债（本次略增至 2500 亿元，倾斜于经济大省和在建项目，新建项目聚焦“六张网”等重点领域）。

除投向和领域外，由于本次 3000 亿元是用于保障县区一般公共预算财力，因此不排除今年的 3000 亿元结存限额是以新增一般债的形式发出的可能性，而去年则以特殊再融资一般债为主。

如何看 5500 亿结存限额使用对于四季度固定资产投资、GDP 目标实现的影响？本次增量政策的下达，将调整市场对政策支持内需的基础预期。本次增量政策中的专项债部分明确支持“六张网”建设，而专项债又可作为项目资本金，意味着重点领域的项目建设有了更广的资金来源，简单估算 2500 亿元新增专项债或可拉动四季度固投增速 3.3 个百分点。除本次增量政策外，四季度 8000 亿元新型政策性金融工具的落地是另一线索，9 月落地约 1000 亿元[8]，剩余 7000 亿元左右。需要注意，从项目到 GDP 会存在几个短期视角下的漏损：一是项目签约开工到资本形成存在时滞，部分项目的影响会落于明年；二是地方财政存在压力的背景下，项目的配套资金和杠杆比例会低于往年；三是今年新型政策性金融工具投向新产业比例较高，新产业久期较长，前期乘数效应可能会略低于往年。但是，以去年四季度 37.4 万亿元的 GDP 基数来看，1870 亿元-3740 亿元的 GDP 拉动就对应季度 GDP 的影响 0.5-1.0 个点，我们估计财政加速和固投修复将大概率推动四季度 GDP 增速有所反弹，即经济将实现短周期触底。

假设专项债的资金倍数为 1.5 倍，简单测算可得 2500 亿元专项债资金对应的项目投资规模为 3750 亿元，对四季度固投的拉动或为 3.3 个百分点。但需要注意的是，一则除了专项债拉动外，还有新型政策性金融工具、PSL 等多资金均可拉动固投，3.3 个百分点的拉动仅基于增量专项债部分，考虑到新型政策性金融工具等其他政策的拉动，实际可能更多。二则除了拉动项外，可能还存在其他领域的固投拖累项，因此全年固投表现需综合考虑。三则去年四季度也曾下达 2000 亿元新增专项债和 5000 亿元新型政策性金融工具，但存在一定传导时滞，两项政策对固投增速的拉动主要作用于今年一季度，因此此处测算仅为理论情形，并不代表所有增量政策均全部作用于今年四季度。四则由于 PSL、专项债、中央预算内投资、新型政策性金融工具都可能用于“六张网”等重点领域建设，因此在计算时不宜简单叠加。

最后是对资产定价的影响。从债市来看，逻辑上一是将增加债券供给；二是会提升名义 GDP 预期。四季度政府债供给将在年初计划的基础上额外增加约 5500 亿元地方债增量。具体来看，[9]增量政策后，Q4 地方债预计还要发行 1.64 万亿元，同比多增约 3163 亿元左右。需要注意的是，考虑到国债，仍有一定的净供给压力，Q4 国债净融资规模预计约在 2.09 万亿元，较去年同比多增约 9153 亿元；国债地方债合计同比多增约 12316 亿元。不过 10 月前三周国债净融资已有 3300 亿元；后续供给增量相对可控。此外，今年以来一般债加权平均期限为 8.6 年、专项债加权平均期限为 17.4 年，本次增量一般债居多，意味着增量供给的期限相对较短（表 2）。债券供给并不是关键，关键的是政策落地对于四季度 GDP 的影响，市场可能仍在观测这一线索是否有证据出现。

限额空间为 5566 亿元，本次使用 3000 亿元后，剩余约 2500 亿元；截至 2025 年末，专项债存量限额为 39.9185 万亿元，余额为 37.3108 万亿元（https://yss.mof.gov.cn/2025zyjs/202607/t20260715_3993577.htm），故专项债结存限额空间为 26077 亿元，但其中 2 万亿元为特殊再融资专项债，因此实际专项债结存限额为 6077 亿元，本次使用 2500 亿元后，剩余约 3500 亿元。

[8] 详见前期报告《年初以来科技资产定价的五个阶段》。

[9] 本次测算均不考虑普通再融资一般债、普通再融资专项债带来的影响，因这两类地方债的短期发行无明显规律，且它们对地方债净融资带来的影响较小，可忽略不

下载日志已记录，仅供内部参考

据测算，本次结存限额增量政策下达前，四季度一般债预计还要发行 1379 亿元左右，本次增量政策下达后，四季度一般债预计还要发行 4379 亿元，与去年同期的一般债发行规模相比，增量政策带来的一般债同比多增约 1216 亿元。

本次结存限额增量政策下达前，四季度专项债预计还要发行 9551 亿元左右，本次增量政策下达后，四季度专项债预计还要发行 12051 亿元，与去年同期的专项债发行规模相比，增量政策带来的专项债同比多增约 1947 亿元。两项合并后，四季度预计还要发行 1.64 万亿元左右，同比多增约 3163 亿元。

从权益市场来看，它实际上也处于两个线索的影响之下：一是全球科技资产大致同步的表现，如我们在周报《年初以来科技资产定价的五个阶段》中所指出的，9 月中旬以来是第五个阶段，资产再度出现波动，营收验证、供应链摩擦等新问题出现；二是稳增长和内需修复，目前市场存在积极预期，但进一步激发需要更显性的证据。四季度财政加码的背景下，内需相关领域会否有强验证出现，将是这部分资产定价的关键。广义财政的落地速度将是观测后一线索的依据。

风险提示。外部环境变化超预期导致海外经济压力显著加大，国内经济短期压力超预期，稳增长政策力度超预期，财政收支短期低于预期或者超预期，地产销售和新开工的压力上升超预期，土地市场表现低于预期或者超预期，海外经济表现变化导致出口表现超预期，地缘政治风险超预期。

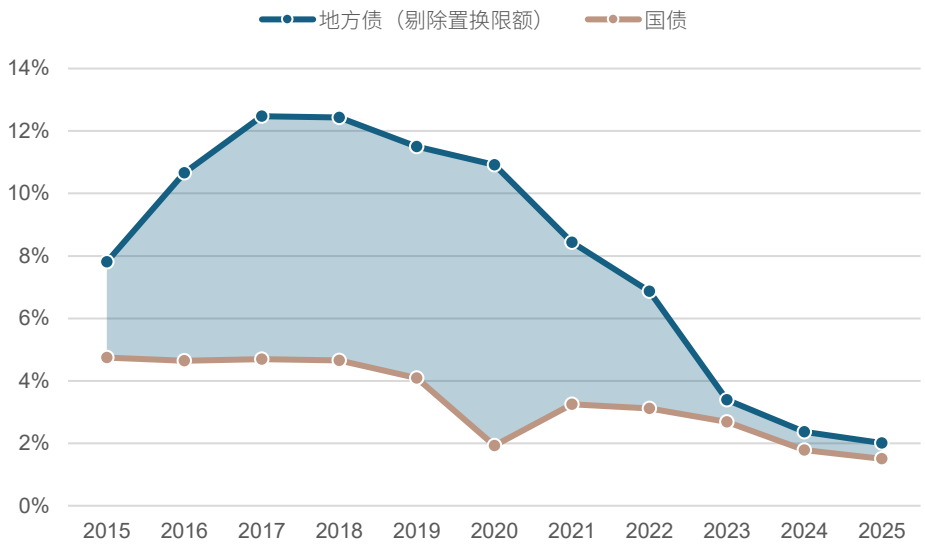
下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：近年来地方债结存限额的盘活和使用情况

时间	规模	类型	用途
2020 年 12 月—2021 年 9 月	6128 亿元额度	特殊再融资一般债、特殊再融资专项债	2020 年 12 月起，再融资债开始出现“偿还政府存量债务”等用途，共计 6128 亿元用于建制县区隐性债务风险化解试点。
2021 年 10 月—2022 年 6 月	约 5042 亿元	特殊再融资一般债、特殊再融资专项债	广东等地自 2021 年 10 月启动全域无隐性债务试点，依法依规清理存量隐债；北京、上海等随后开展类似试点。
2022 年 9 月—2022 年 12 月	5029 亿元	新增专项债	“依法盘活用好专项债务结存限额 5029 亿元”，地方已基本完成发行；用于项目建设。
2023 年 10 月—2024 年 9 月	约 1.5 万亿元	特殊再融资一般债、特殊再融资专项债	在地方政府债务限额空间内安排一定规模再融资政府债券，支持高风险地区缓释债务集中偿还压力、降低利息负担。
2024 年 10 月	4000 亿元	特殊再融资一般债、特殊再融资专项债	补充地方综合财力，支持化解存量政府投资项目债务、清理拖欠企业账款，并增强基层“三保”保障能力。
2025 年 10 月	5000 亿元	2000 亿元为新增专项债、3000 亿元为特殊再融资一般债和特殊再融资专项债	用于补充地方政府综合财力和扩大有效投资；其中 2000 亿元新增专项债额度专门支持部分省份项目建设。
2026 年 10 月	5500 亿元	3000 亿元一般债、2500 亿元专项债	一般债 3000 亿元全部给县区，提高一般公共预算保障能力；专项债 2500 亿元支持 Q4 实际项目资金需求，重点投向在建项目、“六张网”等。

数据来源：财政部，企业预警通，广发证券发展研究中心。注：2020 年 12 月-2022 年 6 月的两轮化债行动，没有明确为盘活地方债的结存限额空间，但其实质确是在使用地方债的结存限额。

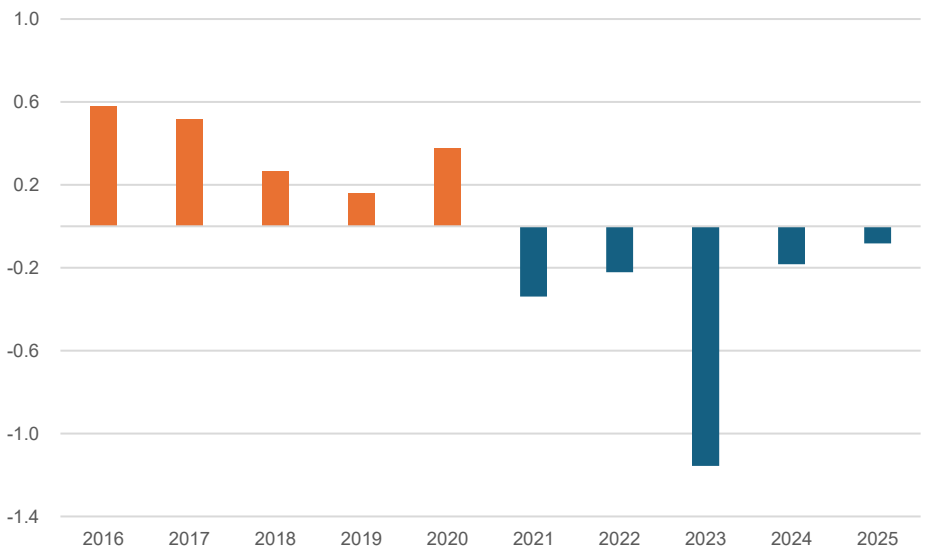
图 1：地方债与国债结存限额占总余额限额比重



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心。注：该比重为历年地方债/国债结存限额规模÷地方债总余额限额计算得出。由于 2024 年末一次性调增 6 万亿元的置换限额，因此我们主要使用剔除了置换限额后的口径。

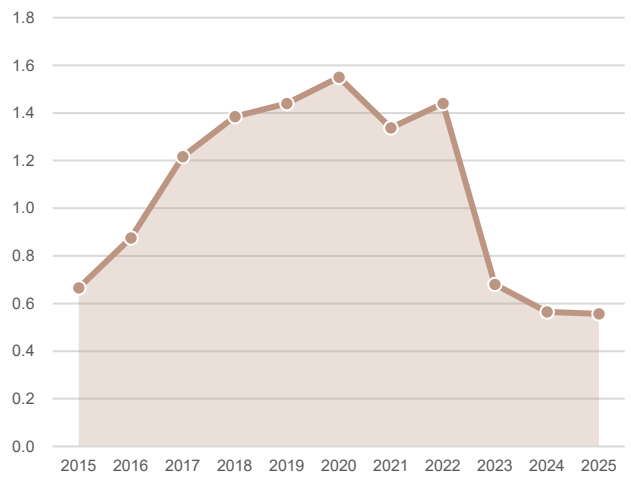
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：剔除置换限额后，结存限额年度变化（万亿元）



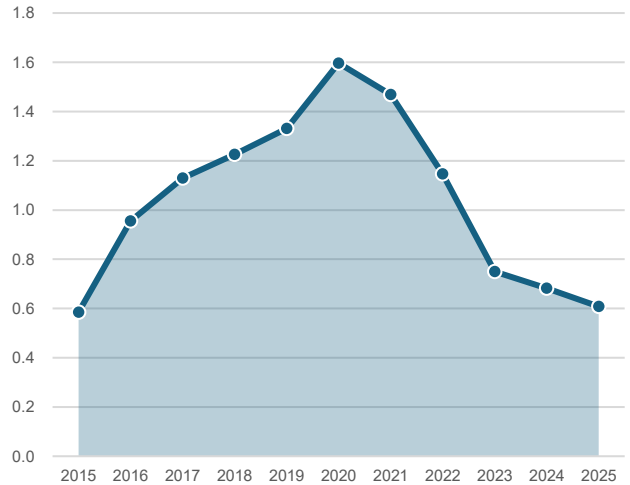
数据来源：财政部，广发证券发展研究中心。注：正数为在那一年地方债结存空间在累计增加，负数为在那一年地方债结存空间在消耗。

图 3： 地方一般债限额结存空间（万亿元）



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

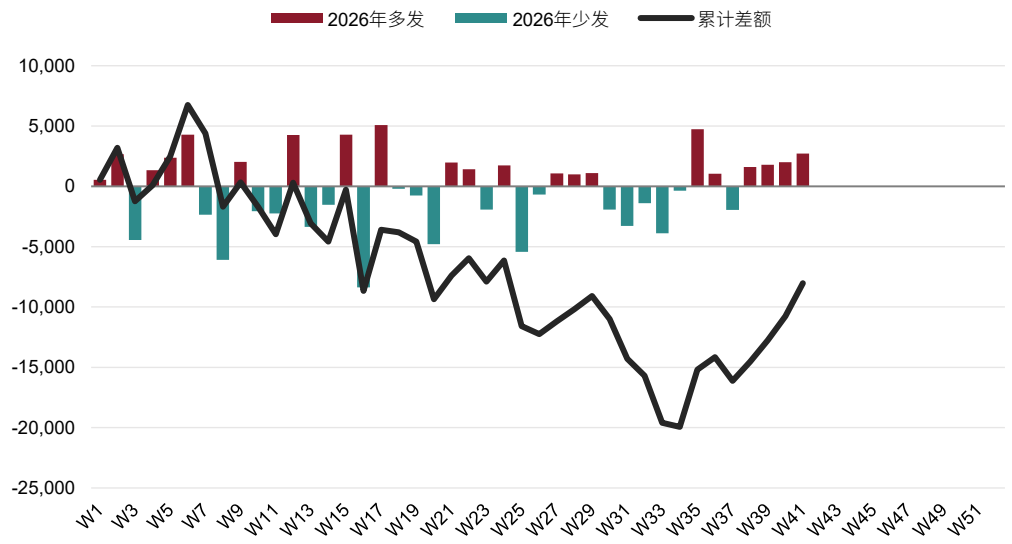
图 4：地方专项债限额结存空间（万亿元）



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：国债+地方债净融资：本年较上年同期（周度差值与累计差额，亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：不同类型地方债的加权平均期限（年）

口径	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
所有地方政府债	**10.3**	**14.6**	**12.0**	**13.2**	**12.4**	**14.4**	**15.4**	**15.3**
地方一般债	**12.1**	**14.7**	**7.7**	**7.9**	**7.4**	**8.4**	**8.8**	**8.6**
新增一般债	11.4	16.9	8.8	9.1	8.4	8.9	9.2	9.2
再融资一般债	12.4	13.2	7.2	7.4	7.1	8.2	8.7	8.4
普通再融资一般债（偿还地方债券）	12.4	13.4	7.2	7.4	7.4	8.2	8.6	8.4
特殊再融资一般债（偿还存量债务）		8.5	7.3	5.7	6.6	8.1	9.6	10.0
地方专项债	**9.0**	**14.6**	**14.2**	**15.5**	**15.2**	**16.0**	**17.6**	**17.4**
所有新增专项债（项目+中小银行+特殊新增）	8.0	15.1	15.8	17.2	17.9	17.3	18.0	18.6
普通新增专项债（项目+中小银行）	8.0	15.1	15.8	17.2	18.2	19.4	17.3	18.2
特殊新增专项债					13.7	9.8	19.7	19.4
所有再融资专项债	12.0	11.6	9.8	9.4	10.0	14.7	17.1	16.0
普通再融资专项债（偿还地方债券）	12.0	11.9	11.3	10.6	9.4	8.5	11.3	10.6
特殊再融资专项债（存量债务+置换隐债）		8.9	6.6	4.0	12.0	18.7	19.8	19.5

数据来源：企业预警通，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁束 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



吴棋滢

SAC 执证号：S0260519080003
SFC CE No. BQN213
wuqiying@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址		邮政编码	客服邮箱
广州市：	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市：	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市：	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市：	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港：	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。
本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。